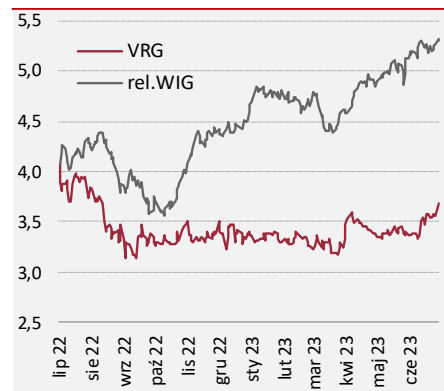


Coraz większe uzależnienie od segmentu jubilerskiego

Segment jubilerski niezmiennie pozostaje motorem wzrostu sprzedaży i wyników VRG, a także w naszej ocenie, główną składową wartości Grupy. Segment odzieżowy, z markami Vistula, Wólczanka, Bytom i Deni Cler, ciągle nie dotrzymuje kroku sieci jubilerskiej, choć w planach VRG sytuacja segmentu ma ulec znaczącej poprawie. W połowie czerwca Grupa przedstawiła nową strategię na lata 2023-2025, która zakłada kontynuację polityki w segmencie jubilerskim oraz przyspieszenie transformacji segmentu odzieżowego. Zarząd spodziewa się dwucyfrowego wzrostu sprzedaży Grupy w każdym z lat 2023-2025 r., przy sukcesywnie poprawianej marży operacyjnej, która w 2025 r. miałaby wynieść min. 12%. W naszej ocenie plan ten jest bardzo ambitny i w wycenie dyskontujemy zdecydowanie mniej optymistyczne prognozy. Mimo to, nawet w tym scenariuszu identyfikujemy spore niedowartościowanie akcji, w związku z czym utrzymujemy rekomendację „kupuj” dla akcji VRG, przy podwyższonej cenie docelowej.



Segment jubilerski

Pierwsza połowa 2023 r. (zaraportowany 1Q 2023 + szacunkowe dane sprzedaży za 2Q 2023), była udana dla segmentu jubilerskiego, który poprawił sprzedaż w ujęciu do analogicznego okresu roku ubiegłego o 11,3%, przy powierzchni na koniec 1Q 2023 r. wyższej o 7,9% r/r. Biorąc pod uwagę szacunkowo kilkunastoprocentowe wzrosty cen, oznacza to niższy wolumen sprzedaży produktów na m2, niemniej ciągle bardzo dobry, gdyż 2022 r. ustanowił bardzo wysoką bazę.

Przypomnijmy, że segment jubilerski wszedł w okres znaczącej poprawy wyników w 2021 r. (EBIT w 2020: 37,9 mln zł, w 2021: 88,0 mln zł, w 2022: 114,3 mln zł), na co wpływ miało skumulowanie kilku czynników: istotny wzrost oferty i sprzedaży zegarków szwajcarskich; inflacja i ogólna niepewność, które wpłynęły na zakupy o charakterze ochrony kapitału; dobra kondycja segmentu dóbr luksusowych; konsolidacja sektora jubilerskiego; wzrost cen metali szlachetnych skutkujący wzrostem cen produktów, przy utrzymaniu marży brutto. Co prawda od 3Q 2022 r. marża EBIT spada w ujęciu r/r ze względu na szybszy od wzrostu zysku brutto ze sprzedaży przyrost kosztów SG&A, jednak rentowność segmentu cały czas pozostaje bardzo dobra.

Pomimo pewnych oznak osłabienia, pozostajemy pozytywnie nastawieni do segmentu jubilerskiego - uważamy że z roku na rok przyrastać będzie w Polsce grupa docelowa dla oferty luksusowej, postępować będzie moda na zegarki oraz konsolidacja sektora. W.KRUK ma bardzo mocną ofertę zegarków i jest obecnie silnym numerem 2 na rynku jubilerskim, na którym obecnych jest właściwie tylko 4 istotnych graczy, zaś pozostała część rynku jest rozdrobniona. Niemniej identyfikujemy ryzyko, że w 2024 r. wraz ze spadkiem inflacji, w segmencie może spaść popyt o charakterze ochrony kapitału.

W horyzoncie strategii tj. do 2025 r. Grupa planuje zwiększyć sieć sprzedaży do 178 sklepów (ze 152 na koniec 2022 r.), przy nieco wyższym przeciętnym metrażu na lokal, a docelowo po 2025 r. osiągnięcie sieci 200 sklepów. Miałyby to być zrealizowane m.in. dzięki wejściu do miast o średniej wielkości. Zakładamy, że nowe lokalizacje mogą przynosić niższe przychody w przeliczeniu na m2 od sklepów starszych. W najlepszych galeriach W.KRUK posiada już salony, w związku z czym spodziewamy się, że nowe

Max/min 52 tygodnie (PLN)	4,11/3,11
Liczba akcji (mln)	234,5
Kapitalizacja (mln PLN)	844,0
EV (mln PLN)	818,7
Free float (mln PLN)	23,13%
Średni obrót (mln PLN)	0,2
Główny akcjonariusz	OFE PZU "Złota Jesień"
% akcji, % głosów	19,44%; 19,44%
	1 m 3 m 12 m
Zmiana ceny	10,1% 6,0% -9,3%
Zmiana rel. WIG	7,6% 15,2% 29,6%

Seweryn Żołyniak, CFA
Doradca Inwestycyjny
seweryn.zolyniak@bankmillennium.pl

	Przychody	EBIT	EBITDA (non MSSF16)	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	DY (%)	EV /EBIT	ROE (%)
2022	1 274,0	140,6	162,3	117,6	93,0	0,39	0,49	4,00	9,08	0,90	4,7%	6,3	9,9%
2023p	1 362,1	132,7	157,9	140,3	113,7	0,48	0,59	4,28	7,43	0,84	5,5%	6,6	11,3%
2024p	1 474,8	142,5	172,8	124,3	100,6	0,43	0,56	4,51	8,39	0,80	5,5%	6,2	9,5%
2025p	1 627,1	152,8	186,9	133,7	108,3	0,46	0,60	4,76	7,79	0,76	5,9%	5,8	9,7%

p - prognozy skonsolidowane BM Banku Millennium n/n PLN

Raport został sporządzony przez Biuro Maklerskie Millennium Banku S.A. Dane dotyczące powiązań Banku Millennium S.A. ze spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu oraz pozostałe wymagane informacje umieszczone zostały na ostatniej stronie raportu.

lokale będą sytuowane w obiektach o mniejszym ruchu (co generuje również niższe koszty najmu). Niemniej nawet przy założeniu pogarszających się wskaźników efektywności segmentu, skutkujących utratą części marży operacyjnej, oczekujemy od niego kontynuacji generowania solidnych zysków.

Segment odzieżowy

W segmencie odzieżowym pierwsza połowa 2023 r. (zaraportowany 1Q 2023 + szacunkowe dane sprzedaży za 2Q 2023) przyniosła spadek sprzedaży o 5,1% (1Q 2023 r. +8,6% r/r, 2Q 2023 r.: -13% r/r) i to przy istotnym wzroście cen produktów. Szczególnie słaby był ostatni zaraportowany miesiąc tj. czerwiec, w którym sprzedaż spadła o 22,1% r/r., co budzi obawy o dalszą część roku, gdyż z miesiąca na miesiąc wyniki są słabsze. Na pewne „usprawiedliwienie” segmentu działa jednak zmniejszenie powierzchni sprzedaży (-3,8% r/r na koniec 1Q 2023) ze względu na zamknięcia kilku sklepów w modelu franczyzowym na skutek rezygnacji franczyzobiorców oraz wysoka baza porównawcza w 2Q 2022 r. W segmencie odzieżowym okres ten był wyjątkowo dobrym kwartałem ze względu na mocny powrót imprez okolicznościowych po okresie pandemii, co wygenerowało istotny, skumulowany popyt odłożony. Faktem pozostaje jednak, że segment odzieżowy generuje w ostatnich kwartałach wyniki dalekie od satysfakcjonujących, biorąc pod uwagę „zakończenie” pandemii, wysoką rozpoznawalność marek, wielkość sieci sprzedaży oraz marże uzyskiwane przed pandemią. Segment zdecydowanie nie wrócił jeszcze do kondycji sprzed 2020 r. Zgodnie z zapowiedziami Zarządu z poprzedniego roku, marża brutto generowana przez segment jest bardzo dobra, jednak problemem jest szybki przyrost kosztów SG&A (wynagrodzeń, prowizji franczyzobiorców, kosztów logistycznych, marketingowych).

Nadziejemy na poprawę wyników segmentu wiążemy z 2 połową bieżącego roku, kiedy powinna powrócić siła konsumentów mocno osłabiona w pierwszej połowie bieżącego roku ze względu na spadek realnych dochodów. Niemniej nie zakładamy spektakularnej poprawy wyników w tym okresie. W segmencie odzieżowym, podobnie jak w innych spółkach z branży widać odwrót klientów od zakupów online, na rzecz sprzedaży stacjonarnej.

Kluczowe elementy planu Zarządu dla segmentu odzieżowego przedstawione w strategii na lata 2023-2025 to dalszy rozwój oferty casual, mocniejsze wejście w modę dla kobiet (Vistula i Wólczanka), rozszerzenie grupy docelowej o osoby w wieku 25-35, otwarcia salonów w nowych, powiększonych formatach (Vistula 300 m²+, Wólczanka 150 m², oba z wyraźnie wyodrębnionymi strefami dla kobiet), lifting sklepów Bytomia, modernizacja istniejących salonów. Liczba sklepów na koniec 2025 r. miałyby być podobna jak na koniec 2022 r. tj. ok 380, jednak ze względu na powiększenie średniego metrażu lokalu łączna powierzchnia sprzedaży segmentu miałyby wzrosnąć o ok 19%. Planem Zarządu jest zwiększenie marży brutto segmentu do ok. 60% na skutek optymalizacji polityki cenowej i promocyjnej, w tym stworzenia osobnego outletu on-line do wyprzedaży starszych kolekcji, konsolidacji źródeł dostaw oraz większej efektywności. Marża brutto na poziomie 60% byłaby bardzo dobrym wynikiem - dla porównania w 2022 r. wyniosła 55,4%, a średnio w przedpandemicznych latach 2016-2019: 51,4%.

Fakt przedstawienia planu szybszej niż dotychczasowa transformacji segmentu oraz skupienia na rentowności oceniamy pozytywnie, choć bardziej przychylnie przyjęlibyśmy plan jeszcze szybszych zmian - trend odwrotu od odzieży formalnej zdaje się być trwały i Grupa musi dostosować się do obecnej rzeczywistości, gdyż wyniki segmentu nie są satysfakcjonujące. Grupa posiada wysoce rozpoznawalne na polskim rynku „brandy”, które mogą być dobrym fundamentem do budowy rentowności segmentu w przyszłości. Liczymy, że transformacja będzie przebiegać sprawnie i oferta zostanie dobrze przyjęta przez rynek. Jednocześnie identyfikujemy jednak istotne ryzyko, że nowe koncepty sklepów nie przyjmą się tak dobrze jak zakłada Zarząd i w naszej wycenie przyjmujemy znacznie bardziej konserwatywne założenia odnośnie rozwoju i wyników segmentu w przyszłości.

Umocnienie złotówki

Grupa VRG generuje niemal 100% przychodów w złotówce, natomiast istotna część kosztów generowana jest w EUR, USD i CHF - w szczególności płatności z tytułu najmu lokali (EUR) oraz zakupy towarów (28% USD, 19% CHF i 19% EUR). Ze względu na silne umocnienie złotówki w 2Q 2023 r. oczekujemy zysku z tytułu różnic kursowych w 2Q 2023 r. na poziomie 20-25 mln zł, w istotnej mierze na skutek rewaluacji zobowiązań z tytułu leasingu lokali handlowych oraz powierzchni biurowych. Jeśli siła złotówki utrzyma się w kolejnych kwartałach to wspierać to będzie poprawę marży brutto w dalszej części roku.

Nowa strategia

15 czerwca Grupa VRG przyjęła nową strategię na lata 2023-2025. Jej główne założenia to:

- ❑ **Modernizacja i rozwój powierzchni sklepów własnych** - zwiększenie powierzchni sprzedaży w 2025 r. o ok. 20% vs. koniec 2022 r., (jubilerski +25%, odzieżowy +19%). Wzrost w segmencie jubilerskim zarówno ze względu na przyrost liczby sklepów (+17% na koniec 2025 vs koniec 2022), jak i wzrost średniego metrażu (analogicznie +6%). W segmencie odzieżowym wzrost powierzchni niemal wyłącznie wynikający ze wzrostu średniego metrażu, przy podobnej liczbie sklepów. W efekcie wydatki inwestycyjne na poziomie średnio ok. 43 mln zł rocznie w okresie 2023-2025.
- ❑ **Rozwój własnych e-sklepów i sprzedaży na marketplace'ach** - inwestycje w rozwój e-sklepów, dodanie własnego outletu internetowego, obecność na przynajmniej 8 marketplace'ach w 2025 r.
- ❑ **Dwucyfrowe wzrosty sprzedaży w każdym roku realizacji strategii** - osiągnięcie celu dzięki wzrostowi powierzchni sprzedaży oraz dzięki rozwojowi każdej z marek, m.in. poprzez poszerzenie docelowej grupy klientów. W segmencie odzieżowym rozwój asortymentu casual i odzieży codziennej, rozszerzenie Grupy docelowej o osoby w wieku 25-35, większe zróżnicowanie oferty pomiędzy Vistula i Bytom i mocniejsze wejście w modę dla kobiet (w Vistula wzrost udziału kolekcji damskiej z ok 2% do +15%, w Wólczanka z ok. 30% do 50%). W rezultacie na koniec 2025 roku przychody Grupy mają w założeniach VRG zbliżyć się do 1,9 mld zł.
- ❑ **Wzrost rentowności: w 2025 marża brutto na poziomie 56-57%, a marża operacyjna min. 12%** - w założeniach Grupy wzrost dzięki dźwigni operacyjnej, optymalizacji polityki cenowej i promocyjnej, zmianom w kolekcjach i konsolidacji źródeł dostaw. Przyrost kosztów SG&A ma być wolniejszy od wzrostu przychodów i zysku brutto ze sprzedaży. Marża EBIT zgodnie z założeniami strategii miałyby być poprawiana w każdym roku, już począwszy od roku bieżącego.
- ❑ **Efektywna alokacja kapitału** - skrócenie cyklu obrotu gotówki, głównie dzięki skróceniu cyklu obrotu zapasów, kontynuacja polityki dywidendowej (jako opcję podano skup akcji własnych), brak zadłużenia netto.
- ❑ **Początek drogi do budowy rozpoznawalności marek VRG w regionie CEE** - stworzenie stron Internetowych w lokalnych językach, rozpoczęcie budowania rozpoznawalności marek Grupy w regionie CEE - opcja rozwoju po 2025.
- ❑ **Zrównoważony rozwój (ESG)** - kontynuacja działań na rzecz minimalizacji wpływu Grupy na środowisko, zwiększenie aktywności w kwestiach społecznych.

Jak wskazał Zarząd priorytetem strategii jest rentowny wzrost organiczny Grupy w Polsce. Dotychczasowa strategia „Domu Marek” czyli rozwój poprzez dołączanie komplementarnych marek do grupy w drodze akwizycji – ma być opcją a nie priorytetem. Doceniamy plan skupienia na rentowności, a nie rozwoju poprzez przejęcia, gdyż tego typu procesy niosą ze sobą istotne ryzyka przepłacenia za przejmowaną firmę, czy połączenia po niekorzystnym dla akcjonariuszy parytecie wymiany.

Uważamy przedstawione przez Zarząd cele finansowe za bardzo ambitne. Plan generowania przychodów w 2025 r. na poziomie ok 1,9 mld zł przychodów, marża brutto min. 56% i marża operacyjna min. 12% zdaje się być bardzo optymistycznym scenariuszem, dlatego w naszych założeniach wyceny DCF przyjmujemy znacznie bardziej konserwatywny scenariusz. Według planu Zarządu przedstawionego w połowie czerwca, marża EBIT ma być poprawiona już w bieżącym roku co wydaje nam się zadaniem bardzo ciężkim biorąc pod uwagę, że w 1Q 2023 r. marża była nieco niższa (1,8% vs 2,1% w 1Q 2022), a w 2Q 2023 r. prawdopodobnie również będzie słabsza ze względu na wyraźne zmniejszenie sprzedaży w segmencie odzieżowym, przy istotnym udziale kosztów stałych. Zarząd oczekuje zatem bardzo dobrej 2 połowy bieżącego roku i wyhamowania szybkiego wzrostu kosztów SG&A. Będziemy pozytywnie zaskoczeni jeśli ten plan się uda.

Wyniki kwartalne

Grupa VRG

	4q'20	1q'21	2q'21	3q'21	4q'21	1q'22	2q'22	3q'22	4q'22	1q'23	2q'23p
Przychody	232,0	172,1	244,0	305,0	348,8	243,8	341,8	319,4	369,0	267,0	334,4
Zysk brutto ze sprzedaży	118,9	81,7	131,1	163,3	192,0	123,2	193,2	165,5	201,3	137,3	188,7
<i>Marża brutto ze sprzedaży</i>	51,2%	47,5%	53,7%	53,5%	55,1%	50,5%	56,5%	51,8%	54,5%	51,4%	56,4%
Koszty SG&A	121,9	96,1	109,7	119,2	139,4	117,4	132,8	132,6	157,1	132,7	146,7
EBIT	-2,9	-15,8	16,7	43,0	53,6	5,0	60,2	33,3	42,1	4,7	42,0
<i>Marża EBIT</i>	-1,2%	-9,2%	6,9%	14,1%	15,4%	2,1%	17,6%	10,4%	11,4%	1,8%	12,6%
zysk netto razem	-13,9	-18,6	21,4	23,7	39,8	-2,9	39,3	9,2	47,3	3,2	47,3
<i>Marża zysku netto</i>	-6,0%	-10,8%	8,8%	7,8%	11,4%	-1,2%	11,5%	2,9%	12,8%	1,2%	14,1%
CF Operacyjny	56,0	-42,2	68,4	59,8	105,5	-27,4	71,1	24,9	106,5	-22,7	
CF Inwestycyjny	-2,6	-1,9	-2,9	-3,9	-7,8	-5,2	-3,1	-6,0	-10,3	-7,0	
CF Finansowy	-53,9	0,6	-56,1	-19,7	-34,0	-28,0	-33,0	-50,1	-58,1	-29,5	
Liczba sklepów	570	561	557	552	550	546	539	535	534	525	
Powierzchnia sklepów (tys. m ²)	53,0	52,5	52,4	52,0	52,3	52,5	52,0	52,0	52,0	51,9	51,6

Źródło: VRG, BM Banku Millennium

Segmenty

	4q'20	1q'21	2q'21	3q'21	4q'21	1q'22	2q'22	3q'22	4q'22	1q'23	2q'23p
Segment jubilerski											
Przychody	114,3	86,0	103,6	136,5	174,2	128,4	149,6	152,7	194,9	142,0	167,5
Zysk brutto ze sprzedaży	60,8	43,2	53,0	71,0	91,8	65,0	78,7	79,5	100,8	73,8	87,8
<i>Marża brutto ze sprzedaży</i>	53,2%	50,2%	51,2%	52,0%	52,7%	50,6%	52,6%	52,1%	51,7%	52,0%	52,4%
EBIT	15,8	8,6	16,8	29,5	33,0	22,8	30,7	30,8	30,0	23,7	31,1
<i>Marża EBIT</i>	13,8%	10,0%	16,2%	21,6%	19,0%	17,8%	20,5%	20,1%	15,4%	16,7%	18,5%
zysk netto razem	8,3	5,1	16,2	19,7	25,0	16,1	20,5	17,0	30,2	19,0	
<i>Marża zysku netto</i>	7,3%	5,9%	15,6%	14,5%	14,3%	12,5%	13,7%	11,1%	15,5%	13,4%	
Liczba sklepów	143	140	142	143	146	148	148	152	152	157	
Powierzchnia sklepów (tys. m ²)	11,0	10,9	11,1	11,2	11,4	11,7	11,6	12,3	12,2	12,6	
Segment odzieżowy											
Przychody	117,8	86,1	140,4	168,6	174,6	115,3	192,1	166,7	174,1	125,0	166,8
Vistula	43,3	28,8	57,2	70,4	65,4	44,0	80,5	71,6	65,8	47,6	
Bytom	34,5	22,5	39,0	48,1	51,0	31,2	57,4	46,7	50,1	33,9	
Wólczanka	26,5	19,7	27,8	31,1	37,1	24,0	35,0	28,0	37,0	21,7	
Deni Cler	9,3	8,8	9,8	13,0	13,7	11,0	13,0	12,0	16,7	14,2	
Pozostałe	4,2	6,3	6,6	6,0	7,4	5,1	6,2	8,4	4,5	7,6	
Zysk brutto ze sprzedaży	58,1	38,5	78,1	92,3	100,2	58,3	114,4	85,9	100,5	63,5	100,9
<i>Marża brutto ze sprzedaży</i>	49,3%	44,7%	55,6%	54,8%	57,4%	50,5%	59,6%	51,6%	57,7%	50,8%	60,5%
EBIT	-18,7	-24,4	-0,1	13,5	20,6	-17,8	29,5	2,6	12,0	-19,0	10,9
<i>Marża EBIT</i>	-15,8%	-28,3%	-0,1%	8,0%	11,8%	-15,4%	15,4%	1,5%	6,9%	-15,2%	6,5%
zysk netto razem	-22,2	-23,6	5,3	3,9	14,8	-19,0	18,9	-7,8	17,1	-15,7	
<i>Marża zysku netto</i>	-18,8%	-27,5%	3,7%	2,3%	8,5%	-16,5%	9,8%	-4,7%	9,8%	-12,6%	
Liczba sklepów	427	421	415	409	404	398	391	383	382	368	
Powierzchnia sklepów (tys. m ²)	42,0	41,6	41,3	40,9	40,9	40,9	40,4	39,8	39,8	39,3	

Źródło: VRG, BM Banku Millennium

Oczekujemy, że w 2Q 2023 r. zysk EBIT Grupy VRG wyniesie ok. 42 mln zł (-30,2% r/r), przy udziale segmentu jubilerskiego w wysokości ok. 31 mln zł (+1% r/r), a segmentu odzieżowego ok. 11 mln zł. Mimo wszystko oczekujemy poprawy zysku netto ze względu na istotne dodatnie różnice kursowe, które według naszych założeń wyniosą ok. 23 mln zł. Gros tych różnic wynikać będzie z zysku na wycenie zobowiązań z tytułu leasingu lokali oraz powierzchni biurowych.

Wycena

Wycenę spółki VRG przeprowadziliśmy w oparciu o metodę DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) i metodę porównawczą względem zagranicznych spółek działających w segmencie jubilerskim i odzieżowym. Na podstawie metody DCF uzyskaliśmy wartość spółki na poziomie 1 140 mln PLN, czyli 4,84 PLN na akcję. Przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 1 407 mln PLN (5,97 PLN na akcję). Zarówno metodzie DCF jak i porównawczej przypisaliśmy wagi po 50%, uzyskując wycenę spółki na poziomie 1 274 mln PLN, czyli 5,41 PLN na akcję. W związku z uzyskaną wyceną rekomendujemy zakup akcji spółki VRG.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena (mIn PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	1 140	4,84
Wycena porównawcza	1 407	5,97
Wycena VRG	1 274	5,41

Źródło: BM Banku Millennium

Wycena porównawcza

Ze względu na brak szerokiej grupy spółek o takim samym profilu działalności jak VRG tj. zarówno jubilerskim, jak i odzieżowym, wycenę porównawczą podzieliliśmy na 2 grupy: spółek jubilerskich i odzieżowych. Segmentowi jubilerskiemu przypisaliśmy 80% wagi ze względu na jego znacznie większy udział w zyskach generowanych przez VRG (zwiększamy wagę jubilerskiego w wycenie z 75% poprzednio). W wycenie posłużyliśmy się wskaźnikiem EV/EBIT, a nie standardowym EV/EBITDA ze względu na ok. 80% udział w amortyzacji VRG amortyzacji prawa do użytkowania lokali (konsekwencja MSSF16).

Spółka	Ticker	Kraj	MC (mIn PLN)	P/E			EV/EBIT		
				2022	2023	2024	2022	2023	2024
Segment jubilerski									
Pandora	PNDORA	Dania	33 862	12,2	11,0	9,7	10,2	9,8	9,3
Signet Jewelers	SIG	USA	12 415	5,5	5,7	7,0	4,9	5,3	6,8
Chow Tai Seng Jewellery	002867	Chiny	10 595	15,5	13,7	11,7	10,6	9,3	8,0
Watches of Switzerland	WOSG	Wlk. Brytania	7 773	15,6	12,4	11,9	14,7	11,3	10,3
Luk Fook	590	Hong Kong	5 920	8,8	7,9	6,8	6,3	5,6	4,9
Lovisa Holdings	LOV	Australia	6 012	42,2	29,9	23,6	31,3	21,7	17,0
Beijing Caishikou	605599	Chiny	5 730	20,9	16,5	14,2	13,5	10,7	9,2
Hour Glass	HG	Singapur	4 055	13,6	8,9	0,0	9,6	7,0	0,0
Chow Sang Sang	116	Hong Kong	3 030	6,4	6,5	5,2	8,2	8,0	6,5
Vivara Participacoes	VIVA3	Brazylia	5 799	19,2	16,3	14,9	20,5	15,9	12,9
Segment jubilerski - mediana				14,6	11,7	10,7	10,4	9,6	8,6
Segment odzieżowy									
Inditex	ITX	Hiszpania	488 301	30,0	26,2	22,0	22,0	19,0	16,3
H&M	HMB	Szwecja	113 650	33,1	30,9	20,9	29,4	25,5	17,7
Burberry Group	BRBY	Wlk. Brytania	41 176	22,4	17,7	17,3	16,2	13,6	13,0
Next	NXT	Wlk. Brytania	46 307	13,3	12,5	13,3	11,7	11,5	11,7
Ralph Lauren	RL	USA	32 962	15,1	15,3	13,3	11,4	12,4	11,4
PVH	PVH	USA	22 373	9,3	11,0	8,7	9,8	11,1	9,6
Hugo Boss	BOSS	Niemcy	22 129	23,4	19,7	16,0	17,2	14,4	12,0
LPP	LPP	Polska	25 360	19,4	22,3	17,2	16,2	21,8	14,4
OVS	OVS	Włochy	3 291	14,1	11,0	8,6	17,4	18,0	14,3
Superdry	SDRY	Wlk. Brytania	395	7,5			16,2		17,0
Segment odzieżowy - mediana				17,2	17,7	16,0	16,2	14,4	13,6
Mediana (80% segment jubilerski, 20% segment odzieżowy)				15,1	12,9	11,8	11,6	10,5	9,6
VRG zysk netto (mln PLN)				103,1*	93,5*	100,6			
VRG EBIT (mln PLN)							140,6	132,7	142,5
Wycena VRG na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)				1555,9	1205,0	1182,8	1661,3	1430,7	1406,2
Wycena				1 407,0					
Liczba akcji (mIn)				235,6					
Wycena na 1 akcję				5,97					

Źródło: Bloomberg, BM Banku Millennium

* - zysk netto skorygowany o zysk/stratę na różnicach kursowych

Wycena DCF

(mln PLN)	2023p	2024p	2025p	2026p	2027p	2028p	> 2028p
Przychody	1362,1	1474,8	1627,1	1769,9	1853,1	1936,3	
EBIT skorygowany*	118,6	127,1	135,6	149,0	158,1	167,1	
Stopa podatkowa (T)	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
EBIT skorygowany* x (1-T)	96,1	102,9	109,9	120,7	128,1	135,4	
Amortyzacja (non MSSF16)**	25,2	30,3	34,1	36,1	36,9	38,8	
Zmiana w kapitale pracujący m	-40,6	-39,8	-38,8	-24,8	-25,8	-26,9	
CAPEX	-42,0	-43,4	-43,5	-38,6	-38,7	-38,8	
FCFF	38,7	50,0	61,7	93,4	100,5	108,5	
<i>zmiana FCF</i>		29,3%	23,4%	51,4%	7,6%	8,0%	2,5%
Dług (non MSSF16) / Kapitał	6,7%	6,7%	6,0%	2,8%	1,4%	0,0%	0,0%
Stopa wolna od ryzyka	6,4%	6,1%	5,6%	5,5%	5,5%	5,5%	5,6%
Premia kredytowa	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Premia rynkowa	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta nielewarowana	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Beta lewarowana	1,05	1,05	1,05	1,02	1,01	1,0	1,0
Koszt długu	8,4%	8,1%	7,6%	7,5%	7,5%	7,5%	7,6%
Koszt kapitału własnego	11,6%	11,3%	10,9%	10,6%	10,6%	10,5%	10,6%
WACC	11,3%	11,0%	10,6%	10,5%	10,5%	10,5%	10,6%
PV (FCF)	36,7	42,8	47,7	65,3	63,6	62,1	786,3
Wartość DCF (mln PLN)	1104,5						
(Dług) Gotówka netto (non MSSF16)	35,7						
Wy cena DCF (mln PLN)	1140,2						
Liczba akcji (mln)	235,6						
Wycena 1 akcji	4,84						

Źródło: BM Banku Millennium

* - w DCF EBIT pomniejszony o koszty finansowe z tyt. leasingu lokali handlowych oraz powierzchni biurowych (wpływ MSSF16)

** - amortyzacja z wyłączeniem amortyzacji aktywów z tytułu praw do lokali handlowych i powierzchni biurowych (wpływ MSSF16)

Do wyceny DCF przyjęliśmy następujące założenia:

- wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie naszych prognoz wyników na lata 2023 – 2028
- do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyliśmy rentowności obligacji skarbowych
- długoterminowa stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,6% (**poprzednio 6,5%**)
- premia rynkowa za ryzyko równa 5%
- współczynnik beta nielewarowany na poziomie 1,0
- stopa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2028 na poziomie 2,5%
- efektywna stopa podatkowa w okresie prognozy na poziomie 19%

Ze względu na duży wpływ rezydualnej stopy wzrostu, rezydualnej stopy wolnej od ryzyka oraz założonego poziomu współczynnika beta na poziom wyceny, prezentujemy także jej wrażliwość na te parametry.

Wrażliwość wyceny na przyjęte założenia

cena w PLN		wzrost rezydualny				
		1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
Stopa RF rezydualna	4,6%	4,81	5,04	5,31	5,62	5,98
	5,1%	4,61	4,82	5,06	5,33	5,64
	5,6%	4,44	4,63	4,84	5,08	5,35
	6,1%	4,29	4,46	4,64	4,86	5,09
	6,6%	4,15	4,30	4,47	4,66	4,87
Beta nielewarowana	0,8	5,01	5,26	5,54	5,87	6,24
	1,0	4,44	4,63	4,84	5,08	5,35
	1,2	3,99	4,13	4,29	4,47	4,67

Źródło: BM Banku Millennium

Wyniki finansowe

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023p	2024p	2025p	2026p	2027p	2028p
przychody netto, w tym:	805,7	1 068,3	853,7	1 069,9	1 274,0	1 362,1	1 474,8	1 627,1	1 769,9	1 853,1	1 936,3
Segment odzieżowy	483,1	692,3	501,4	569,6	648,2	667,6	710,9	772,3	830,3	851,0	872,3
Segment jubilerski	322,6	375,9	352,3	500,3	625,7	694,4	763,9	854,9	939,6	1 002,1	1 064,0
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży, w tym:	412,3	556,1	417,3	568,2	683,1	733,6	795,3	879,3	956,0	1 000,2	1 044,4
Segment odzieżowy	244,9	358,0	236,6	309,1	359,1	372,5	398,1	434,8	467,4	479,1	491,1
Segment jubilerski	167,4	198,1	180,7	259,1	324,0	361,1	397,2	444,5	488,6	521,1	553,3
Koszty sprzedaży	272,8	383,1	339,8	382,6	449,4	497,8	544,4	607,9	660,2	689,2	718,2
Koszty ogólnego zarządu	67,3	86,1	77,0	81,8	90,5	103,1	108,4	118,6	128,7	134,3	139,9
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-0,2	0,6	-12,4	-6,2	-2,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	71,9	87,5	-11,9	97,5	140,6	132,7	142,5	152,8	167,1	176,7	186,3
EBITDA (non MSSF16)*	89,3	bd*	11,0	118,9	162,3	157,9	172,8	186,9	203,3	213,6	225,1
Saldo finansowe, w tym:	-6,2	-8,1	-36,2	-13,9	-23,0	7,6	-18,3	-19,1	-17,3	-16,6	-15,7
Różnice kursowe	-0,3	0,1	-27,0	-0,9	-12,9	24,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Koszty finansowe z tyt. leasingu lokali handlowych oraz powierzchni biurowych	0,0	4,2	5,2	5,5	5,0	14,1	15,4	17,2	18,1	18,6	19,1
zysk przed opodatkowaniem	65,7	79,4	-48,1	83,6	117,6	140,3	124,3	133,7	149,9	160,2	170,6
podatek dochodowy	12,2	15,4	-8,1	17,3	24,7	26,7	23,6	25,4	28,5	30,4	32,4
Zysk netto	53,6	64,0	-39,9	66,3	93,0	113,7	100,6	108,3	121,4	129,7	138,2
EPS	0,23	0,27	-0,17	0,28	0,39	0,48	0,43	0,46	0,52	0,55	0,59

Źródło: VRG, prognozy BM Banku Millennium

* - dla 2019 r. brak podziału amortyzacji na amortyzację praw do użytkowania lokali (MSSF16) i amortyzację pozostałą

** - EBITDA (non MSSF16) = EBIT + amortyzacja bez amortyzacji praw do użytkowania lokali

Bilans (mln PLN)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023p	2024p	2025p	2026p	2027p	2028p
aktywa trwałe	591,9	847,0	898,0	867,8	848,1	865,6	920,3	956,3	969,0	980,7	990,8
rzeczowe aktywa trwałe	78,0	71,6	60,6	55,7	60,4	76,1	88,2	96,8	98,7	100,0	99,4
wartości firmy	324,0	302,7	302,7	302,7	302,7	302,7	302,7	302,7	302,7	302,7	302,7
inne wartości niematerialne	183,2	197,0	196,2	197,7	199,4	200,5	201,4	202,2	202,8	203,4	204,0
prawa do użytkowania	0,0	266,4	312,7	284,4	262,4	261,1	302,7	329,3	339,6	349,4	359,5
pozostałe	6,6	9,3	25,7	27,3	23,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2
aktywa obrotowe	520,1	584,3	568,2	626,6	663,5	714,1	774,5	839,2	887,3	926,7	969,2
zapasy	460,8	535,5	505,6	499,2	553,3	610,3	668,9	726,5	766,1	803,3	841,8
należności	25,8	23,5	13,3	12,8	14,4	11,5	10,5	11,3	12,0	12,5	13,0
środki pieniężne i ekwiwalenty	33,5	25,3	48,8	114,6	95,9	92,2	95,2	101,5	109,2	111,0	114,5
aktywa razem	1 112,0	1 431,3	1 466,2	1 494,4	1 511,7	1 579,7	1 694,8	1 795,5	1 856,4	1 907,4	1 960,0
kapitał własny akcjonariuszy jedn. dominującej	805,1	863,3	823,4	889,7	942,8	1 009,5	1 063,3	1 121,3	1 188,6	1 233,3	1 280,7
kapitał mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
zobowiązania	306,9	568,0	642,9	604,7	568,9	570,2	631,5	674,2	667,8	674,1	679,3
zobowiązania długoterminowe	75,5	243,4	307,2	272,2	224,3	210,7	238,8	256,5	256,3	254,8	255,5
w tym dług odsetkowy	74,4	58,0	48,6	34,6	20,7	20,5	21,0	21,0	14,0	6,0	0,0
zobowiązania krótkoterminowe	231,5	324,7	335,7	332,6	344,6	359,5	392,6	417,7	411,5	419,3	423,8
w tym dług odsetkowy	46,7	58,6	54,0	38,0	39,5	47,3	49,8	45,8	19,6	11,6	0,0
pasywa razem	1 112,0	1 431,3	1 466,2	1 494,4	1 511,7	1 579,7	1 694,8	1 795,5	1 856,4	1 907,4	1 960,0
BVPS	3,43	3,68	3,51	3,79	4,00	4,28	4,51	4,76	5,04	5,23	5,44

Źródło: VRG, prognozy BM Banku Millennium

Wyniki finansowe

Cash flow (mln PLN)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023p	2024p	2025p	2026p	2027p	2028p
wynik netto	53,6	64,0	-39,9	66,3	93,0	113,7	100,6	108,3	121,4	129,7	138,2
amortyzacja bez praw do użytkowania MSSF16	17,3	bd*	23,0	21,4	21,7	25,2	30,3	34,1	36,1	36,9	38,8
zmiana kapitału obrotowego	-21,1	-75,3	88,4	9,9	-39,4	-42,2	-39,9	-38,8	-24,8	-25,8	-26,9
przepływy z działalności operacyjnej	53,5	108,6	143,2	191,5	175,0	179,8	199,8	222,5	255,7	266,0	277,5
inwestycje (capex)	-20,0	-26,0	-17,1	-17,8	-29,8	-42,0	-43,4	-43,5	-38,6	-38,7	-38,8
przepływy z działalności inwestycyjnej	-18,6	-16,8	-16,1	-16,5	-24,5	-39,2	-40,5	-40,5	-35,3	-35,3	-35,3
wypłata dywidendy	0,0	0,0	0,0	0,0	-39,9	-46,9	-46,8	-50,3	-54,2	-85,0	-90,8
emisja akcji	4,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
zmiana zadłużenia	-19,4	-6,8	-20,6	-21,6	-12,3	7,7	3,0	-4,0	-33,2	-16,0	-17,6
przepływy z działalności finansowej	-17,8	-100,1	-103,5	-109,3	-169,1	-144,2	-156,3	-175,6	-212,7	-228,9	-238,7
zmiana gotówki netto	17,1	-8,2	23,6	65,7	-18,7	-3,7	2,9	6,4	7,7	1,8	3,5
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,17	0,20	0,20	0,21	0,23	0,36	0,39
CEPS	0,30	bd.	-0,07	0,37	0,49	0,59	0,56	0,60	0,67	0,71	0,75
FCFPS	0,25	0,29	-0,06	0,31	0,45	0,41	0,44	0,47	0,51	0,54	0,57

Źródło: VRG, prognozy BM Banku Millennium

*- dla 2019 r. brak podziału amortyzacji na amortyzację praw do użytkowania lokali (MSSF16) i amortyzację pozostałą

Wskaźniki

	2018	2019	2020	2021	2022	2023p	2024p	2025p	2026p	2027p	2028p
zmiana sprzedaży	17,0%	32,6%	-20,1%	25,3%	19,1%	6,9%	8,3%	10,3%	8,8%	4,7%	4,5%
zmiana EBITDA (non MSSF16)***	13,9%	bd*	bd*	977,4%	36,4%	-2,7%	9,4%	8,2%	8,7%	5,1%	5,4%
zmiana EBIT	14,5%	21,7%	-113,6%	-918,0%	44,2%	-5,6%	7,4%	7,2%	9,4%	5,7%	5,4%
zmiana zysku netto	24,0%	19,5%	-162,4%	-266,1%	40,2%	22,3%	-11,4%	7,6%	12,1%	6,9%	6,5%
marża EBITDA (non MSSF16)	11,1%	bd*	1,3%	11,1%	12,7%	11,6%	11,7%	11,5%	11,5%	11,5%	11,6%
marża EBIT	8,9%	8,2%	-1,4%	9,1%	11,0%	9,7%	9,7%	9,4%	9,4%	9,5%	9,6%
marża netto	6,6%	6,0%	-4,7%	6,2%	7,3%	8,3%	6,8%	6,7%	6,9%	7,0%	7,1%
sprzedaż/aktywa (x)	0,72	0,75	0,58	0,72	0,84	0,86	0,87	0,91	0,95	0,97	0,99
dług / kapitał (x)	15,3%	13,5%	12,5%	8,2%	6,4%	6,7%	6,7%	6,0%	2,8%	1,4%	0,0%
odsetki** / EBITDA(non MSSF16)	6,5%	bd*	45,6%	3,5%	4,4%	3,8%	3,3%	2,6%	1,2%	0,6%	0,0%
stopa podatkowa	18,5%	19,4%	16,9%	20,7%	21,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
ROE	6,7%	7,4%	-4,8%	7,5%	9,9%	11,3%	9,5%	9,7%	10,2%	10,5%	10,8%
ROA	4,8%	4,5%	-2,7%	4,4%	6,1%	7,2%	5,9%	6,0%	6,5%	6,8%	7,1%
dług (gotówka) netto (mln PLN)	89,4	91,4	53,7	-42,0	-35,7	-24,4	-24,4	-34,7	-75,6	-93,4	-114,5

Źródło: VRG, prognozy BM Banku Millennium

*- dla 2019 r. brak podziału amortyzacji na amortyzację prawa do lokali (MSSF16) i amortyzację pozostałą

** - bez odsetek tyt. leasingu lokali handlowych oraz powierzchni biurowych

*** - EBITDA (non MSSF16) = EBIT + amortyzacja bez amortyzacji praw do użytkowania lokali

Czynniki ryzyka

- ❑ **Nieudana transformacja segmentu odzieżowego** - w planach do roku 2025 Grupa zakłada transformację segmentu odzieżowego - rozwój oferty casual, dla kobiet oraz wyraźne zwiększenie średniej powierzchni lokali. Istnieje ryzyko, że oferta nie spotka się z pozytywnym odbiorem rynku, podjęte działania nie przyniosą oczekiwanych rezultatów, co w pesymistycznym scenariuszu, może wręcz pogorszyć wyniki segmentu.
- ❑ **Negatywny wpływ spadającej inflacji na segment jubilerski** - jednym z czynników sukcesu segmentu jubilerskiego w ostatnich latach jest wysoka inflacja, która wygenerowała popyt ze strony klientów szukających dóbr o charakterze ochrony kapitału, a do takich należy biżuteria i luksusowe zegarki. Istnieje ryzyko, że w przypadku spadku inflacji do niskich jednocyfrowych poziomów popyt na towary segmenty jubilerskiego spadnie.
- ❑ **Spadek popytu ze względu na pogorszenie sytuacji konsumentów** - popyt na produkty VRG uzależniony jest od sytuacji gospodarstw domowych: wzrostu zarobków, poziomu bezrobocia, poziomu optymizmu konsumentów, czy inflacji i poziomu stóp procentowych. Potencjalny kryzys i pogorszenie sytuacji konsumentów może przełożyć się na mniejszą sprzedaż VRG.
- ❑ **Słaby odbiór kolekcji** - czynnikiem sukcesu firmy zarówno odzieżowej, jak i jubilerskiej jest wyczuwanie trendów mody i aktualnych preferencji konsumentów. Istnieje ryzyko, że poszczególne kolekcje lub część oferty może odbiegać od oczekiwań klientów w danym sezonie, co może powodować problemy ze zbytem, konieczność obniżania cen lub dokonania odpisów na części zapasów.
- ❑ **Walutowe** - niemal 100% przychodów VRG uzyskuje z polskim złotym, natomiast istotna część kosztów ponoszona jest w walutach obcych. Zakupy w 2022 r. dzieliły się w 34% na PLN, 28% USD, 19% EUR i 19% CHF. Czynniki z kolei opłacane są w EUR i dlatego wynik jest najbardziej wrażliwy na zmiany kursu EUR/PLN. Osłabienie złotówki do wskazanych walut przekłada się na wzrost kosztów działalności VRG oraz uwzględnianie w przychodach lub kosztach finansowych różnic kursowych. Wynik netto jest szczególnie wrażliwy na różnice kursowe wynikające z wyceny zobowiązania leasingu lokali handlowych i powierzchni biurowych (wpływ MSSF16), co w niemal każdym kwartale dodaje lub odejmuje od wyniku netto od kilku do kilkunastu milionów złotych.
- ❑ **Wzrost czynszów** - standardowo na rynku nowoczesnej powierzchni handlowej płatności z tytułu najmu lokali handlowych uiszczane są w euro, a umowy zawierają klauzule corocznej waloryzacji czynszów do inflacji. Inflacja w Strefie Euro będzie więc wpływać na nominalny wzrost opłat za wynajem.
- ❑ **Zewnętrzny operator logistyczny** - w segmencie odzieżowym VRG nie posiada własnej logistyki, a opiera się na outsourcingu usług do zewnętrznego operatora. Ze względu na brak pełnego panowania nad procesami logistycznymi nie można wykluczyć incydentów związanych z zakłócaniem procesów.
- ❑ **Ceny metali szlachetnych i jubilerskich kamieni szlachetnych** - koszty zakupu i wytworzenia towarów w segmencie jubilerskim oraz ceny produktów oferowanych przez konkurencję W.KRUK są w istotnym stopniu uzależnione od cen surowców tj. głównie złota, srebra i jubilerskich kamieni szlachetnych. Wahania ich cen mogą więc w istotny sposób wpływać na przychody i generowane marże. W ostatnich 2 latach VRG zachowało mniej więcej stałą marżę w segmencie jubilerskim pomimo wzrostu cen metali i wzrostu udziału w sprzedaży niższej marżowych zegarków, jednak w przyszłości taka zależność może nie zostać zachowana.
- ❑ **Nasilenie konkurencji** - segment odzieżowy i jubilerski w Polsce cechuje duże rozdrobnienie, a światowe marki agresywnie wkraczają na polski rynek. Bariery wejścia nowych firm na rynek, szczególnie w segmencie odzieżowym są niskie.
- ❑ **Nieudane fuzje i przejęcia** - strategicznym celem VRG jest budowa „Domu Marek” i w przeszłości Grupa rozwijała się poprzez fuzje i przejęcia. Nie spodziewamy się transakcji w najbliższych kwartałach jednak nie można ich wykluczyć w przyszłości. Tego typu procesy niosą ze sobą szanse ale i istotne ryzyka zrealizowania nieudanej transakcji tj. przepłacenia za przejmowaną firmę czy połączenia po niekorzystnym dla akcjonariuszy parytecie wymiany.

Rekomendacje BM Banku Millennium w ciągu ostatnich 12 miesięcy

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Cena docelowa	Autor
Mostostal Zabrze	Kupuj	12 wrz 22	1,80	3,20	Adam Zajler
Ambra	Kupuj	20 wrz 22	20,40	25,60	Marcin Palenik
KGL	Neutralnie	3 paź 22	11,70	12,00	Marcin Palenik
Agora	Kupuj	9 gru 22	4,40	7,50	Adam Zajler
VRG	Kupuj	27 lut 23	3,35	5,11	Seweryn Żołyński
Ambra	Kupuj	16 mar 23	22,00	32,10	Grzegorz Gawkowski
Mostostal Zabrze	Kupuj	28 mar 23	2,42	4,20	Adam Zajler
Agora	Kupuj	7 kw i 23	6,90	7,70	Adam Zajler
KGL	Akumuluj	19 maj 23	12,30	14,20	Łukasz Bugaj
LPP	Akumuluj	24 maj 23	13220,00	14700,00	Seweryn Żołyński
Ambra	Kupuj	30 maj 23	25,30	33,60	Grzegorz Gawkowski
Mostostal Zabrze	Kupuj	7 cze 23	3,31	5,30	Adam Zajler
Agora	Akumuluj	16 cze 23	8,10	9,30	Adam Zajler
KGL	Akumuluj	20 cze 23	14,50	16,50	Łukasz Bugaj

Źródło: BM Banku Millennium, rekomendacje wydawane przez BM Banku Millennium obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Spółki Ambra, Agora, Korporacja KGL i Mostostal Zabrze uczestniczą w programie GPW wsparcia analitycznego, z tytułu czego BM Banku Millennium otrzymuje wynagrodzenie od GPW.

Struktura rekomendacji BM Banku Millennium za ostatnie 12 miesięcy

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	9	64%
Akumuluj	4	29%
Neutralnie	1	7%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

Struktura rekomendacji dla spółek, dla których BM Banku Millennium świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej*

Nie wydano rekomendacji dla spółek, dla których BM Banku Millennium świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej*

*ostatnie 12 miesięcy, łącznie ze spółkami, dla których BM Banku Millennium pełni funkcję animatora

Biuro Analiz

Marcin Materna, CFA
Doradca inwestycyjny
+48 22 598 26 82
marcin.materna@bankmillennium.pl

Dyrektor
banki, ubezpieczenia

Adam Zajler
+48 22 598 26 88
adam.zajler@bankmillennium.pl

Analityk
przemysł, technologie, media

Łukasz Bugaj, CFA
Doradca inwestycyjny
+48 22 598 26 59
lukasz.bugaj@bankmillennium.pl

Analityk
fundusze inwestycyjne

Grzegorz Gawkowski
+48 22 598 26 05
grzegorz.gawkowski@bankmillennium.pl

Analityk
fundusze inwestycyjne

Seweryn Żołyński, CFA
Doradca inwestycyjny
+48 22 598 26 71
seweryn.zolyński@bankmillennium.pl

Analityk
handel

Departament Sprzedaży

Radosław Zawadzki
+48 22 598 26 34
radoslaw.zawadzki@bankmillennium.pl

Dyrektor

Arkadiusz Szumilak
+48 22 598 26 75
arkadiusz.szumilak@bankmillennium.pl

Jarosław Oldakowski
+48 22 598 26 11
jaroslaw.oldakowski@bankmillennium.pl

Leszek Iwaniec
+48 22 598 26 90
leszek.iwaniec@bankmillennium.pl

Marek Pszczółkowski
+48 22 598 26 60
marek.pszczolkowski@bankmillennium.pl

Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A.
ul. Żaryna 2A, Millennium Park Ip
02-593 Warszawa Polska

Ważne informacje

Informacje zawarte w niniejszym raporcie stanowią rekomendację inwestycyjną w rozumieniu Rozporządzenia delegowanego komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partycypantów lub wskazań konfliktów interesów, wyniku doradztwa inwestycyjnego.

Niniejszy raport został przygotowany z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania raportu były wszelkie informacje na temat spółek, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jego sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. bez uzgodnień ze spółkami będącymi przedmiotem raportu ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. Inwestowanie w akcje spółek wymienionych w niniejszej analizie wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną, zmianami regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych, ryzykiem stóp procentowych, których wyeliminowanie jest praktycznie niemożliwe.

Treść raportu nie była udostępniona spółkom będącym przedmiotem raportu przed jego opublikowaniem. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszego raportu sporządziły analizę, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Wynagrodzenie otrzymywane przez osoby sporządzające raport nie jest bezpośrednio zależne od wyników finansowych uzyskiwanych przez Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. w ramach transakcji lub usług z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych emitentów, których dotyczy niniejszy raport.

Niniejszy raport stanowi badanie inwestycyjne i został przygotowany przez Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A., nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych, może być on także dystrybuowany za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Analiz. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A. jest zabronione. Niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Nadzór nad Biurem Maklerskim Banku Millennium S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

WNB - wynik na działalności bankowej

P/E - stosunek ceny akcji do zysku netto na 1 akcję

P/BV - stosunek ceny akcji do wartości księgowej na 1 akcję

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EPS - zysk netto na 1 akcję

BVPS - wartość księgowa na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

NPL - kredyty zagrożone

Skala rekomendacji stosowana w Biurze Maklerskim Banku Millennium S.A.

KUPLUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 20% potencjał wzrostu

AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 10% potencjał wzrostu

NEUTRALNIE - uważamy, że cena akcji spółki pozostanie stabilna (+/- 10%)

REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o 10-20%

SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o ponad 20%

Rekomendacje wydawane przez Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Millennium Dom Maklerski S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka.

Stosowane metody wyceny

Rekomendacje sporządzone są w oparciu o następujące metody wyceny (wybrane 2 z 3):

Metoda DCF (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy, jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Metoda porównawcza (porównanie odpowiednich wskaźników rynkowych, przy których jest notowana spółka z podobnymi wskaźnikami dla innych firm z tej samej branży bądź branż pokrewnych) - lepiej niż metoda DCF odzwierciedla postępowanie branży, w której działa spółka, przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników, a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku.

Metoda ROE-P/BV (model uzależniająca właściwy wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny banków. Wadą tej metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowność, efektywność), jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Powiązania Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A. ze spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu

Jest możliwe, że Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. lub Bank Millennium S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej lub usług bankowych świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz spółek i innych podmiotów wymienionych w niniejszym raporcie. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem raportu oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem raportu (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Selena FM, Eurotel, Lokum Deweloper, Zamet Industry, GR media i Carlson od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Selena FM, KGHM, PZU, Eurotel, Lokum Deweloper, Zamet Industry, GR media i Carlson.

Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie pełniło funkcji oferującego w trakcie oferty publicznej dla spółek będących przedmiotem niniejszego raportu i nie otrzymało wynagrodzenia z tego tytułu. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. w ramach Pilotażowego Programu Wsparcia Analitycznego tworzy materiały analityczne dla spółek: Agora, Ambra, Korporacja KGL, Mostostal Zabrze.

Spółki będące przedmiotem raportu mogą być klientami Grupy Kapitałowej Millennium Banku S.A. oraz Banku Millennium S.A. Pomiędzy Bankiem Millennium S.A., a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu delegowanym komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partycypantów lub wskazań konfliktów interesów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport.

Rozwiązania organizacyjne ustanowione w celu zapobiegania konfliktom interesów:

Zasady zarządzania konfliktami interesów w Biurze Maklerskim Banku Millennium S.A. zostały zawarte w Polityce zarządzania konfliktami interesów w Biurze Maklerskim Banku Millennium S.A.

Przyjęte dla zapobiegania konfliktom interesów rozwiązania organizacyjne określa między innymi Regulamin organizacyjny Biura Maklerskiego, który przewiduje: (a) nadzór nad osobami, których główne funkcje obejmują prowadzenie działań w imieniu lub świadczenie usług dla Klientów, których interesy mogą być sprzeczne lub którzy w inny sposób reprezentują różne sprzeczne interesy, w tym interesy Biura Maklerskiego; (b) środki zapobiegające lub ograniczające wywieranie przez osobę trzecią niewłaściwego wpływu na sposób, w jaki upoważniona osoba wykonuje czynności w ramach usług świadczonych przez Biuro Maklerskie (c) organizacyjne oddzielenie od siebie osób (zespołów) zajmujących się wykonywaniem czynności, która wiąże się z ryzykiem powstania konfliktu interesów, (d) zapewnienie każdej jednostce organizacyjnej Biura Maklerskiego i jej pracownikom niezależności w zakresie, w jakim dotyczy to interesów Klientów, na rzecz których taka jednostka wykonuje określone czynności.

Przyjęte dla zapobiegania konfliktom interesów rozwiązania określa również Regulamin wynagradzania, który zapewnia, że nie istnieją żadne powiązania pomiędzy wysokością wynagrodzeń pracowników różnych jednostek organizacyjnych lub wysokością przychodów osiąganych przez różne jednostki organizacyjne, jeżeli jednostki te wykonują czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów.

Ograniczenia dotyczące przepływu informacji w celu zapobiegania konfliktom interesów, w tym informacji poufnych i stanowiących tajemnicę zawodową, określa Regulamin ochrony przepływu informacji poufnych oraz stanowiących tajemnicę zawodową Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A.

Prace związane ze sporządzeniem raportu zostały ukończone 5 lipca 2023r. o godzinie 14:45, a datą pierwszego rozpowszechnienia raportu jest data raportu 5 lipca 2023r. godzina 15:00.